

X. FREIXAS, P. HARTMANN y C. MAYER

Handbook of European Financial Markets and Institutions
Oxford University Press, 2008

El desarrollo e integración de los mercados financieros es un tema actual de debate tanto desde un punto de vista académico como de política económica, y a este debate contribuyen de forma acertada Freixas, Hartmann y Mayer proporcionando un accesible y detallado panorama del proceso de integración financiera en Europa. La motivación para situar este análisis en el contexto europeo reside no sólo en su importancia en la economía mundial, sino también por la contraposición entre un elevado grado de fragmentación y de diversidad que históricamente han tenido los sistemas financieros europeos y el actual proceso de integración en que están inmersos.

La obra consta de un novedoso conjunto de artículos que analizan de forma rigurosa los retos consecuencia de las reformas financieras en el contexto de unos mercados financieros cada vez más integrados. El libro se encuentra estructurado en cinco partes que abordan respectivamente la influencia de los sistemas financieros sobre el desarrollo económico y sobre la toma de decisio-

nes empresariales, las instituciones financieras, los mercados financieros y la regulación financiera y sus efectos sobre la política macroeconómica. El contenido concreto de cada una de estas partes se detalla a continuación.

1. Financial systems and economic performance

En esta primera parte del libro se analiza cómo el funcionamiento de los mercados financieros y las instituciones influyen sobre el grado de desarrollo económico. En concreto, se analizan aspectos como la estructura de los sistemas financieros en diferentes países, cómo el desarrollo financiero promueve el crecimiento económico, qué grado de integración existe en diferentes mercados y cómo esta integración afecta al bienestar económico. Se realiza una revisión detallada de la literatura relativa a la influencia que el buen funcionamiento de los sistemas financieros tiene sobre el crecimiento económico y que tuvo como punto de partida los trabajos de King y Levine (1993)¹ y Rajan y Zingales (1998)².

¹ King y Levine (1993): «Finance and growth: Schumpeter might be right». *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), 717-738.

² Rajan, R. y L. Zingales (1998): «Financial dependence and growth». *American Economic Review* 88, 559-586.

Así mismo, se obtiene evidencia con respecto a las implicaciones que las diferentes estructuras de los sistemas financieros tienen sobre su estabilidad, el efecto que un correcto funcionamiento de los mercados financieros tiene sobre el crecimiento económico, la interacción entre desarrollo financiero y tecnológico y entre aquel y la volatilidad macroeconómica, las áreas de desarrollo financiero que deben ser potenciadas con el objetivo de incrementar la contribución al crecimiento económico, la evolución de la integración financiera antes y después de la adopción de la moneda única europea y los vínculos entre la integración financiera y el bienestar económico.

El desarrollo y la integración financiera son relevantes en los países de la Unión europea, por cuanto el grado de desarrollo económico está ligado a los procesos mencionados. En el caso de los países industrializados la mejora de la productividad proviene de reducciones en el coste de capital y de mejoras en la correcta asignación de capital a las oportunidades de inversión.

2. Financial systems and the corporate sector

La segunda parte del libro se centra en el relevante papel desempeñado por los sistemas financieros en la toma de decisiones empresariales eficientes. Se analizan temas de financiación empresarial y más concretamente se discuten aspectos relacionados con la regulación de la insolvencia financiera y de fusiones y adquisiciones, el gobierno de las empresas, así como la financiación a través de capital-riesgo. Los mercados financieros europeos presentan una serie de características, que son analizadas en el libro, que los distingue de sus homólogos estadounidenses en temas relacionados con las salidas a bolsa, la estructura de pro-

piedad, la insolvencia financiera y la relevancia de la financiación a través del capital-riesgo. Así, esta segunda parte comienza con una revisión, en el contexto europeo, de los mercados primarios de acciones, privatizaciones, *cross-listings*, estructura de capital y política de dividendos, fusiones y adquisiciones y estructura de propiedad, poniendo de manifiesto la existencia de áreas en las que la integración es todavía escasa. A continuación se describen los cambios introducidos en 2002 por la nueva normativa que armoniza la regulación en materia de insolvencia financiera estableciendo la vigencia de la regulación del país miembro de la Unión Europea donde el deudor tiene el centro de sus negocios, con lo que se pretende contribuir a incrementar la libre circulación de capitales. Según se concluye en el libro no parece poder afirmarse que esta regulación haya alcanzado sus objetivos y quizás una armonización basada en los contratos establecidos entre las partes proporcionaría mejores resultados.

La UE ha intentado también promover el mercado de control corporativo reduciendo para ello las barreras a las operaciones de adquisición. No obstante, la concentración de la propiedad introduce importantes impedimentos a las adquisiciones. En Europa, la propiedad dispersa es habitual únicamente en Gran Bretaña e Irlanda, mientras que las empresas en Europa continental existe una amplia variación en el grado de concentración de propiedad, aunque es bastante habitual la existencia de uno o varios grandes accionistas. La existencia de grandes accionistas desempeña un papel importante en el gobierno corporativo y su sustitución puede no generar mejoras en los mecanismos de gobierno corporativo. Estos aspectos de eficiencia de las adquisi-

ciones como mecanismo disciplinador y de la relevancia de los instrumentos por los que los accionistas incentivan a los directivos buscando la alineación de intereses son analizados en los siguientes capítulos. Por último, la segunda parte del libro se cierra con el estudio de la financiación de capital-riesgo que ha tenido escaso desarrollo en Europa y además ha estado centrada en reestructuraciones y cambios de propiedad más que en el apoyo a empresas en sus primeras fases.

3. Financial institutions

En la tercera de las partes del libro se realiza una revisión de las diferentes instituciones financieras existentes en el sistema financiero europeo, analizando las entidades bancarias, las entidades gestoras de inversiones financieras, los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

Por lo que respecta al análisis del sector bancario se identifican las dos principales fuerzas que determinan el alcance geográfico de la banca comercial como son la tecnología y la regulación, concluyendo que las actividades bancarias se caracterizan por la diferenciación de precios geográficamente y por la segmentación del mercado. Dados los problemas de información asimétrica y los costes fijos asociados a la provisión de servicios financieros en otro país, las fusiones y adquisiciones transfronterizas se convertirán en el medio para entrar en otros mercados, no siendo suficiente el progreso tecnológico y la liberalización financiera para conseguir mercados de crédito totalmente integrados.

La provisión de servicios financieros relacionados con la gestión de inversiones («asset management») es una de las áreas de mayor crecimiento actual. Esta actividad se caracteriza en Europa por la convivencia de dos mo-

delos con características muy diferenciadas. Por una parte, en Gran Bretaña existe un elevado número de entidades de pequeño tamaño e independientes que realizan este tipo de actividades, mientras que en países, como Alemania, el modelo descansa en entidades integradas en grandes grupos financieros (entidades bancarias o compañías de seguros). Estas diferencias en la estructura han influido en la forma que adopta la regulación, que es menos restrictiva cuando forman parte de grandes grupos financieros.

Respecto a la industria de fondos de pensiones en Europa se discute su relevancia, grado de implantación en los diferentes países y su influencia sobre el desarrollo que han tenido los mercados de capitales. Mientras países como Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Países Bajos y Gran Bretaña cuentan con un importante desarrollo de la industria de fondos de pensiones, en otros países como Bélgica, Francia, Grecia, Alemania, Italia y España el grado de desarrollo es mucho menor.

Las compañías de seguros son la cuarta de las entidades financieras analizadas y se hace desde el punto de vista de la adecuación de la forma organizativa a sus objetivos. Al mismo tiempo, se discute en qué medida son óptimas varias regulaciones en materia de seguros y se describen las principales iniciativas regulatorias a nivel europeo. Esta tercera parte del libro concluye con un capítulo sobre el sistema de pagos europeo, identificando las principales tendencias en la industria de pagos y discutiendo desarrollos más importantes en el contexto europeo.

4. Financial markets

La cuarta parte del libro aborda el estudio de los mercados de renta fija, de los mercados de acciones, de los

mercados de derivados, de los servicios de compensación y liquidación de valores y de los mercados de productos estructurados y cierra con una referencia a la competencia entre centros financieros. El análisis del papel desempeñado por los mercados monetarios, los agentes que participan en ellos y las principales formas de negociación constituyen el contenido del primero de los capítulos, proporcionando una amplia visión del tamaño de los diferentes segmentos de los mercados monetarios, de los costes de transacción, de las volatilidades y los diferenciales dentro de cada segmento y entre los diferentes segmentos. Finalmente, los autores discuten el grado de integración y de desarrollo de los mercados monetarios, su estabilidad y la predictibilidad de la política monetaria a partir de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios.

El segundo de los capítulos dedicados a los mercados financieros aborda el estudio de los mercados de bonos públicos y corporativos, caracterizando su estructura, tamaño y desarrollo en un contexto global. Se analizan también los mecanismos de negociación y las relaciones entre los mercados al contado y de derivados y se finaliza con la descripción del grado de convergencia de la rentabilidad de la deuda pública.

El análisis del efecto de la integración económica y financiera sobre el funcionamiento de los mercados de acciones europeas se lleva a cabo analizando su influencia sobre los fundamentales valorados en los mercados, sobre las características de los mecanismos de valoración y sobre la rentabilidad de las acciones. El capítulo cuarto de esta parte dedicada a los mercados financieros se ocupa de un área clave en la integración de los mercados

bursátiles como es el sistema de liquidación de operaciones, caracterizado en el contexto europeo por una fragmentación importante consecuencia de la existencia de un total de dieciocho sistemas de liquidación que reflejan las preferencias y cultura propias de cada uno de los sistemas financieros. Los intentos de reforma realizados hasta el momento, dirigidos a la mejora de la interconexión de estos sistemas, ha tenido un alcance limitado.

Por su parte, el análisis de los mercados de derivados comienza con una revisión de su importancia, del crecimiento que ha experimentado su negociación y de las principales innovaciones de producto que se han llevado a cabo. El enorme crecimiento de los mercados de derivados europeos no ha sido ajeno a las reformas llevadas a cabo en los mercados de acciones y de deuda, a la liberalización de los movimientos de capitales y la integración financiera, a la unión monetaria y, en particular, a la introducción de la negociación electrónica.

Los productos estructurados y las actividades de titulización constituyen el contenido del capítulo sexto dentro del análisis de los mercados financieros. Una vez identificadas las tendencias tanto a nivel agregado como las diferencias que persisten entre países, se discuten las características más relevantes en los procesos de titulización con especial referencia a la valoración y a las titulizaciones hipotecarias, sintéticas y corporativas. Se pone de manifiesto que en estas actividades los mercados europeos presentan un menor grado de desarrollo que los mercados USA, debido en parte a que únicamente cuatro países, Gran Bretaña, Italia, España y Países Bajos, representan el 90% del mercado en el momento actual; al mismo tiempo que se aprecian

obstáculos regulatorios, estructurales e impositivos a su futuro crecimiento.

Finalmente, el último capítulo se dedica a la localización y competencia entre centros financieros, comenzando con la revisión de la importancia de los diferentes centros financieros internacionales y los cambios experimentados en el tiempo y teniendo en cuenta las teorías que explican la localización geográfica de los centros financieros y discutiendo su papel en la producción de información.

5. Financial regulation and macroeconomic policy

La última de las partes del libro aborda las políticas relativas a la modernización e integración del sistema financiero europeo, comenzando con la discusión de la regulación de los mercados de activos financieros y la supervisión bancaria. El impacto de la regulación bancaria sobre las fluctuaciones macroeconómicas y las implicaciones de los cambios en la estructura financiera para la transmisión de la política monetaria constituyen el contenido de los capítulos restantes de esta parte del libro.

El capítulo dedicado a la regulación de los mercados de títulos presenta la racionalidad económica para su integración, al tiempo que se describen los principales elementos del Plan de Servicios Financieros diseñado por la Unión Europea con el objetivo de poner en marcha un programa legislativo que diera como resultado la integración de sus mercados financieros, que pronto se reveló como insuficiente y dio paso al proceso Lamfalussy, introducido para mejorar y acelerar la actividad legislativa en esta área.

La supervisión bancaria es otro de los aspectos claves del proceso de integración europea y que es abordado en el segundo capítulo. En el mismo

se ofrece una amplia perspectiva de la supervisión bancaria, describiendo los principales argumentos teóricos sobre riesgo bancario y regulación, el estado actual del tema en Europa y concluyendo con los principales retos futuros. Se documentan las externalidades identificadas sobre las actividades bancarias transfronterizas y su efecto sobre los incentivos de los intermediarios financieros y de los supervisores y la integración de la supervisión bancaria, dado que en la actualidad cada país retiene la potestad regulatoria y coexisten diferentes estructuras supervisoras bancarias.

La relación entre estabilidad macroeconómica y fragilidad financiera es analizada en el tercer capítulo, poniendo de manifiesto que la liberalización financiera ha exacerbado la amplitud de los ciclos económicos. Se considera también las implicaciones de los requerimientos de capital establecidos en Basilea I y II sobre la estabilidad macroeconómica.

El siguiente capítulo describe los mecanismos de transmisión por los cuales la política monetaria afecta al *output* y a los precios de una economía, refiriéndose a la influencia de tipos de interés, precios de los activos y el canal de crédito y considerando la manera en que la integración financiera es probable que afecte a estos canales de transmisión. Se concluye que a través de la competencia y una mayor orientación al mercado en los mercados financieros y bancarios la eficiencia en la política monetaria en el área euro debería mejorar, a la vez que la integración debería disminuir las diferencias de los países por los que respecta a los mecanismos de transmisión reduciendo los problemas causados por efectos diferenciales de la política monetaria en la Unión

Monetaria Europea. Finalmente, en el último capítulo se revisa cómo la política monetaria se implementa y su influencia sobre los mercados financieros. Se analizan, así, los objetivos fijados por los bancos centrales en relación con los tipos de interés interbancarios, el sistema de control de los objetivos marcados y el uso de las intervenciones en el mercado para el control de la liquidez.

En definitiva, el carácter novedoso de sus aportaciones, la rigurosidad de sus análisis y un lenguaje exento de un contenido excesivamente técni-

co hacen que *Handbook of European financial markets and institutions* de Freixas, Hartmann y Mayer resulte ser una referencia de obligada consulta para académicos, profesionales y reguladores de los mercados financieros.

VÍCTOR M. GONZÁLEZ MÉNDEZ
Universidad de Oviedo